

## 第?章 アジア諸国の経済構造が通貨危機の原因か？

著者	国宗 浩三
権利	Copyrights 日本貿易振興機構（ジェトロ）アジア経済研究所 / Institute of Developing Economies, Japan External Trade Organization (IDE-JETRO) <a href="http://www.ide.go.jp">http://www.ide.go.jp</a>
シリーズタイトル	アジアを見る眼
シリーズ番号	99
雑誌名	アジア通貨危機と金融危機から学ぶ：為替レート・国際収支・構造改革・国際資本移動・IMF・企業と銀行の再建方法
ページ	41-72
発行年	2001
出版者	日本貿易振興会アジア経済研究所
URL	<a href="http://hdl.handle.net/2344/00017662">http://hdl.handle.net/2344/00017662</a>

## 第Ⅱ章

---

アジア諸国の経済構造が  
通貨危機の原因か？

## 第1節 経済成長の限界

通貨危機の直後には、「アジアの奇跡という神話」というクルーグマンが一九九四年に書いた論文<sup>1</sup>のことが、あらためて話題になった。この論文では、アジア諸国の高い経済成長は、一時的なものであり、いずれは成長率は低下してくるだろうと主張されていた。これは通貨危機を予言したものだと思つた人もいたようだ。アジアの経済成長には限界があるのか。あるとしても、それは通貨危機の原因であつたのだろうか。ここでは、それを考えてみよう。まずは、経済学では経済成長をどのように考えるのかを簡単に見てみよう。

さまざまなモノ（サービスも含む）を作つて、交換し消費する営みが一国の経済社会を構成している。経済成長とは、こうした営みがしだいに盛んになっていくことであるが、もつと端的に言つてモノ・サービスの生産が増大することだと考えてもよいだろう。生産が増大すれば、それにつれて交換や消費も増大するものだ。

それでは、モノ・サービスを作り出す、あるいは供給するために必要なものは何であろうか。いろいろなものが考えられる。労働者、資本設備、土地、知識（アイディアも含む）、

原材料、中間財（部品など）、企業家精神、組織のあり方などいくらでもあげられるだろう。これらのものが増えたり、質が向上したりすることにより生産は増大する、つまり、経済は成長するだろう。とは言うもののあまり要因が多すぎても考えにくくなるので、項目を減らしていくことにする。

まず、一国全体で考えたときに、埋め立てや侵略を除けば、土地は増えるものではない。また、原材料や中間財は最終的に利用されるモノ・サービスを作り出すための途中段階にすぎないと考えて除外する。知識、企業家精神、組織のあり方などは、観測することが非常に困難であるから、とりあえずおいておくことにすると、残るのは労働者と資本設備の二つとなる。

このようにして、経済学では、労働と資本が経済成長を決める主要な二つの生産要素と考える。実は、もう一つ重要なものがあるが、それは技術進歩である。技術進歩のなかには、観測の難しい知識、企業家精神、組織のあり方などの質の向上なども含まれていると考えられる。このため、技術進歩自身も直接観測するのは難しい。そこで、労働や資本によって説明できない部分をひっくるめて技術進歩と考える。

このように考えると、**経済成長は、主に労働、資本の増大と技術進歩の三つの要因で説**

明できることになる。要するに、(1)労働者にもっと働いてもらったり労働者の数を増やす(労働の増加)、(2)機械を増設したり工場を増やす(資本の増加)、あるいは、(3)今までよりも、より優れた方法で生産活動を行う(技術の進歩)、のいずれかの方法により経済成長が達成されると考えるわけだ。

労働＋資本＋技術→生産

労働の増加率＋資本の増加率＋技術進歩率→経済成長率(生産の増加率)

さて、それでは、クルーグマンの「アジアの奇跡という神話」では、なぜ、アジアの経済成長には限界があると主張されたのかを見てみよう。一言でいうなら、「アジアでは技術進歩がないから」と要約される。その証拠は、クルーグマン自身ではなく、それに先立って何人かの経済学者が経済データを加工することにより実証した結果によっている。ここでは、アジアでは技術進歩がほとんどないという結果が出た。しかし、その後、技術進歩があるとする実証結果もいくつか出ており、今では、この証拠そのものも論争の種となっている。

表5は、いくつかの実証結果を示しているが、実証方法や実証期間などの違いにより、同じ国に関しても大きな差があることがわかる。

このように、実証結果そのものに関する差があるのだが、以下ではとりあえずクルーグマンの言うようにアジア諸国の技術進歩率が本当に低かったとしよう。その上で、それがなぜ問題になるのかを考えよう。

結論から先に言うと、労働や資本の増大には限界があるから、経済発展がある程度進んだ後には、技術進歩がないと経済成長を持続させることができなくなってしまう、という問題なのである。

まず、労働の増加の限界を考えよう。経済発展の初期の段階では、農村から都市への人口移動によって産業労働力を急速に増大させることが可能である。日本の高度成長期における農村からの集団就職を思い浮かべればよい。しかし、十分に移動が行われた後には、いずれは移動可能な人口は底をつくだろう。例えば、現在の日本では、集団就職といった光景を見ることはできない。

次に、資本を考える。労働とは異なり資本の増大には物理的な限界はないように思える。しかし、増やしても仕方がないという状況はすぐにやってくる。労働の増大に限界がある

表5 技術進歩率（全要素生産性の成長率）の推計例  
(%)

	Bosworth & Collins (1996)	Young (1995)	世界銀行 (1993)	Sarel (1997)
香 港		2.3	3.4	
インドネシア	0.8		1.5	1.2
韓 国	1.5	1.7	2.2	
マレーシア	0.9		0.5	2
フィリピン	-0.4			-0.8
シンガポール	1.5	0.2	2.1	2.2
台 湾	2	2.1	2.7	
タ イ	1.8		1.3	2
東アジア全体	1.1			
米 国	0.3			0.3
他の先進国	1.1			
推 計 期 間	1960-90	1966-90	1960-85	1978-96

(出所) この表は、世界銀行[1998], *East Asia: The Road to Recovery*, p.17の表を翻訳したもの。また、表中の論文は、以下のとおりである。

Bosworth, B. and S. Collins [1996], "Economic Growth in East Asia-Accumulation Versus Assimilation," *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp. 135-204.

Sarel, D. [1997], "Growth and Productivity in ASEAN Countries," IMF Working Paper No. 97/97.

Young, A. [1995], "The Tyranny of Numbers: Confronting the Statistical Realities of the East Asian Growth Experience," *Quarterly Journal of Economics*, 110 (3), pp.641-680.

世界銀行[1993], *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy*.

からだ。労働者が不足するのに工場だけ作っても生産はできない。したがって、労働の量に対応したほどよい量の資本の水準というものがある。これを越えて資本を増やしても生産の増大にはつながらないというわけだ。

このように考えると、米国や今日の日本のように、ひととおりの経済発展を達成した後にも経済が成長するためには、技術進歩がどうしても必要になってくる。ところが、アジア諸国では技術進歩がほとんどないのだとすれば、アジアの成長はいずれ限界をむかえるだろう。これが、クルーグマンの主張の要点であった。

クルーグマンの主張

「アジアでは技術進歩率が低いので、経済成長はやがて限界をむかえる。」

彼の指摘は、理屈の上では筋が通っている。しかし、通貨危機の原因としては不合格である。なぜなら、これはあくまでも「経済成長率はやがて低くなるだろう」という予測であり、「為替レートが急激に下落するだろう」という通貨危機の予測ではないからだ。

もっとも、第Ⅰ章では、アジア通貨危機のきっかけを作ったのは、海外からの資本の流



れ（この場合は資本設備ではなく資金としての資本）が流入から流出へと急激かつ大幅に反転したことだと説明したが、こうした資本の流れに経済成長の見通しが影響をもつことはあり得る。しかし、急激かつ大幅な資本収支の変化を説明するには、急激かつ大幅な経済成長率見通しの変化が必要だろう。そういう変化は、技術進歩の度合いが低いというようなことでは説明できるものではない。技術進歩率の推計を示した前掲の表5をもう一度見てもらいたい。技術進歩率の大きさは高くても三%、低くても〇%前後といったものなのである。

実は当のクルーグマン自身も、通貨危機の発生した後に、自分は通貨危機までも予想して論文を書いたのではないと言明している。

さらに言うと、通貨危機以後にアジア諸国の経済成長率は確かに低下したのだが、その低下の激しさは、経済成長をめぐる通常の議論では説明できない。また、成長率低下が一時的なものであり、現在は急回復していることも説明できない。

表6に見るように、通貨危機以後、一九九八年の経済成長率は大幅に落ち込んで東アジアの多くの国でマイナス五%を超える減少を記録した。インドネシアにいたってはマイナス一三%という信じられないほどの落込みをみせた。ところが、経済成長率がこれほど大き

## 第Ⅱ章 アジア諸国の経済構造が通貨危機の原因か？

表6 アジア諸国・地域の経済成長率

(%)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
香港	3.9	4.5	5.0	-5.1	3.0	10.2	4.7
インドネシア	8.2	7.8	4.7	-13.2	0.2	4.8	4.7
韓国	8.9	6.7	5.0	-6.7	10.7	9.3	6.7
マレーシア	9.8	10.0	7.5	-7.5	5.4	8.8	7.1
フィリピン	4.7	5.8	5.2	-0.6	3.3	4.0	3.5
シンガポール	8.0	7.5	8.4	0.4	5.4	9.6	6.9
台湾	6.4	6.1	6.7	4.6	5.7	6.5	6.1
タイ	8.9	5.9	-1.7	-10.2	4.2	4.9	4.8
中国	10.5	9.6	8.8	7.8	7.1	8.1	8.0
ベトナム	9.5	9.3	8.2	5.8	4.8	6.6	7.2

(出所) ADB, *Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries*. 2000年, 2001年はアジア経済研究所の予測。

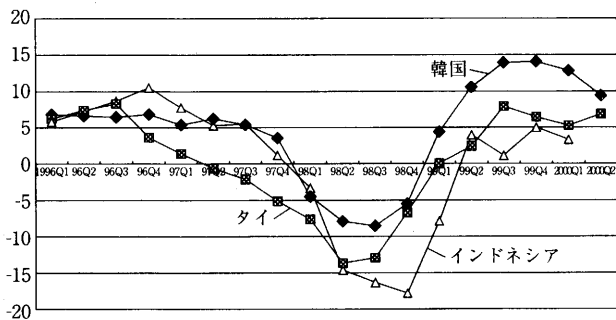
くマイナスになるということは、上述の経済成長についての通常の考え方からは説明が困難である。先に見たように、労働、資本、技術が生産水準を決めているとするならば、マイナス成長となるためには、このうちのいずれかが減らなければならぬのである。戦争で資本設備が破壊されるとか、労働者が兵隊にとられるとか、疫病で人が死ぬとかがないかぎり、労働や資本が急激に減少することは考えにくい。また、技術も（ゆるやかに失われるということはあり得るとしても）突然なくなるということは考えられない。

したがって、生産要素が減ったり技術が消えてなくなったのではなく、別の一時的な要因によって生産活動が停止してしまったことが、アジア通貨危機で成長率がマイナスになった理由だと考え

られる。一時的な生産停止の理由としては、(1)輸入原材料の供給が止まり、工場や労働者がいても操業することができなくなった、(2)通貨危機で打撃を受けた人や企業がモノを買わなくなったので、生産しても売れる見込みがなくなり工場を閉めた、(3)暴動や焼き討ちの危険があるので労働者や経営者が逃げていなくなった、(4)為替や株の下落による損失にどうやって対応しようかと、海外の債権者からの取り立てからどうしたら逃れられるかとかを考えたりするのにも労働者も経営者も頭がいっぱいで生産活動がおろそかになった、などがあげられるだろう。

このように考えると、成長率が落ち込ん

図5 韓国、タイ、インドネシアの四半期GDP成長率の推移



(出所) 韓国は1995年価格表示、季節調整済みの四半期GDPの対前年同期比成長率／韓国銀行データ。タイは88年価格表示の四半期GDPの対前年同期比成長率／Office of the National Economic and Social Development Boardデータ。インドネシアは93年価格表示の実質GDP成長率、対前年同期比／中央統計庁データ。

だのは通貨危機の結果であって、通貨危機の原因ではなかったと言えるだろう。また、これは一時的な混乱の結果であって、混乱がおさまった後には、生産は元の水準に回復していくと考えられる。実際、一九九九年以後は、アジア諸国はプラス成長に戻っている。図5に見るように、韓国など通貨危機に襲われた国でもV字型の景気回復が起こった。

経済成長の限界（低い技術進歩率）がアジア通貨危機の原因ではない。  
アジア通貨危機が、経済成長率を（一時的に）引き下げたのである。

## 第2節 国際競争力の低下

次に考えるのは、「国際競争力の低下」が通貨危機の原因か？ ということである。しかし、多くの人は国際競争力という言葉はかなり曖昧に使っている。

例えば、経常収支が黒字になることを国際競争力の向上だと勘違いしている人も多いだろう。これは誤りである。なぜなら、国際競争力は変わらなくても為替レートが十分に割

安になれば、經常収支は黒字になるからだ。今、米国の自動車会社のG社がある車を二万ドルで日本に輸出しようとしていたとしよう。このとき、円ドルレートが一ドル＝二〇〇円だったとしよう。このレートでは、二万ドルは四〇〇万円に相当する。こんなに高くても、この車を買いたいという日本人はいなかったとする。ここで、円高・ドル安に為替レートが変化して、一ドル＝一〇〇円になったとする。このレートでは二万ドルは二〇〇万円に相当する。これだけ安くなったので、G社の車を買おうという日本人が現れると、米國から日本への輸出が増えて米國の經常収支は改善するだろう。かといって、G社の車の性能が向上したわけではない。したがって、別にG社の競争力が上がったわけではない。

**競争力の向上とは、同じ値段でより多く売れることだと考えるべきだろう。**あるいは、値段が上がっても同じぐらい売れることだろう。

アジア通貨危機の原因として、危機以前に經常収支が赤字化していることをあげる場合がある。そして、これは國際競争力の低下の現れだと主張することが多い。しかし、本当にそう言つてよいかどうかは、慎重に考えたほうがよい。なぜなら、第一に、危機直前にはアジア諸國の為替レートは一九九〇年代初頭よりも割高になっていたからだ(第I章表2参照)。為替レートが割高なときに經常収支が赤字化するのは競争力の変化とは關係ない。

実際、危機以後、アジア諸国の経常収支は軒並み大幅な黒字に転換した。経常収支の黒字が競争力の向上を意味するのであれば、突然、競争力が向上したことになるが、誰も、そのようなとは思わないだろう。これは、為替レートが下落したから、そうなっただけである。

第二に、景気が過熱したときには、輸入が増大し経常収支が一時的に赤字化することがありうる。例えば、少し前までの米国である。一九九〇年代後半の米国は、空前の好景気で、輸入が増大し大幅な貿易赤字をかかえることになった。しかし、誰も米国の競争力が低下したと言うものはいなかった。逆に、情報通信革命を先導し米国の競争力が向上したことが景気拡大をまねいたと主張するもののほうが多かった。アジア諸国も危機以前には、景気が過熱しており、そのために通常よりも輸入が増大していたと考えられる（なお、景気の過熱は、海外からの資本流入とも関係していたと思われる）。

為替レートが割高になると経常収支は赤字になる\*。

景気が過熱したときも経常収支は赤字になる\*。

こうした経常収支の赤字は、どちらも国際競争力とは関係ない。

\*厳密にいうと「経常収支は赤字になるか黒字幅が減る」というのが正確な表現

ところで、第I章でみたように、アジア通貨危機以前の経常収支の赤字は資本収支の黒字によって相殺されて、国際収支は全体としてつり合っていた。というよりも、資本の流入のほうが強すぎて、為替レートが強くなる傾向にさえあった。これが、通貨危機以前にアジア諸国の経常収支赤字を大きくした原因の最有力候補である。資本流入の勢いが強かったことは、(1)経常収支の赤字を解消する必要性を感じさせない、(2)経常収支の赤字を解消するために必要な為替レート下落を引き起こすことを難しくした、という二重の効果をもっていたのである。

国際競争力の低下から通貨危機を説明するのであれば、それは「国際競争力の低下→経常収支の赤字→通貨危機」というものでなければならぬ。しかし、アジア通貨危機に関しては、この説明はあてはまらない。そうではなく、アジアではまず資本流入の増大があり、これが経常収支の赤字を大きくした。そして、資本流入が急激に反転したことから通貨危機が起こった。図式化すると「?→資本収支の黒字→経常収支の赤字→?→資本収支の反転→通貨危機」となる。ここで、「?」は本書のこれまでの説明では不明ななんらかの要因を表している。第一の「?」は、アジア通貨危機以前にどうしてアジア諸国に資金が大量に流入したのかということの理由であり、第二の「?」はそれが急激

な反転を起こした理由である。この二つの「？」がアジア通貨危機の原因を考える際に重要な点である。しかし、これらは国際競争力とはあまり関係ないと言ってよいだろう。

国際競争力の変化が資本流出入に影響を与えるとすれば、競争力の向上は資本の流入の要因で、競争力の低下は資本の流出の要因ということになるだろう。そうすると、第一の「？」のところには「国際競争力の向上」が入り、第二の「？」のところには「国際競争力の低下」が入らねばならないことになる。これは、おかしなことだ。わずかの期間の間に競争力が上がって、直ぐにまた下がったことになるからだ。しかも、アジア通貨危機では資本流出入の反転が急激かつ大幅であったことからすると、国際競争力の反転も急激で大幅であったことになる。たしかに国際競争力が変化することはあり得ることだが、そうだとすると、ある程度長い時間をかけてしだいに変化するものだと考えられる。

### 第3節 仲間内資本主義（クローニークピタリズム）

政治と経済を混同した見方も根強い。「通貨危機は権威主義的な政治制度へ市場が下し



た懲罰である」というような暴論もある。もちろん、いかなる政治制度を採用するべきかは途上国にとつても重要なことである。しかし、それが通貨危機と関係があるのかどうかは、慎重に考えるべきだろう。

たしかに、インドネシアでは通貨危機のおかげで民主化が達成された形になった。しかし、これは結果論である。経済成長により豊かになった結果、人々が民主化を求めるようになる場合だってある。

いついかなるときでも、経済の状態をいかに良好に保つかは、それ自身で重要である。なぜなら、経済危機の影響をともに受けるのは貧困層だからである。

また、民主化を求めるのであれば、経済に関係なく、自らの力で勝ち取るべきであろう。経済危機に頼るのでは、単なる他力本願であり、その国自身の将来にとつても良いことではないだろう。例えば、インドネシアは民主的な選挙によって選ばれた新大統領（ワヒド大統領）を得たが、その後は現在に至るまで政治・経済両面にわたる混乱が続いている。

それはさておき、「**仲間内資本主義**」という新語がアジア通貨危機以後に使われるようになった。そして、通貨危機の原因であるとされることが多い。この言葉は、権力者が身内や知り合いの事業を依怙贖戻して優遇することを批判する意味をもっている。これは、

たしかに問題である。インドネシアのスハルト元大統領の娘や息子が、多くの企業の重役に名を連ねたりしていたことが、特にめだっていた。「国民車構想」の名の下に、息子の関係する自動車事業を優遇しようとしたことは国際的な批判をあびることになった。

しかし、こうしたことが通貨危機に関係あったのかどうかは、別の問題である。関係があったとするには、第一に理屈が通っていないからではない。第二に証拠がなければなら

まず、理屈は一応ある。それは、こうである。権力者が依怙贖する事業には、暗黙のうちに政府の保証がついているようなものである。だから、事業本来の収益性に疑問があろうとも、外国の金融機関も喜んでお金を貸すし、外国企業が出資したりした。みんなそう思って資金をつぎ込んだ。こうした事業の一つがおかしくなったぐらいならば、政府も大盤ぶるまいをして救済することができるだろう。しかし、多くの企業がいつべんにおかしくなった場合には、いくら仲間内といっても政府の財源には限りがあるから救済することはできない。このことに、突然気がついた海外の資金提供者たちは、一斉に資金回収に走り、通貨危機が起こった、というのである。

仲間内資本主義（クローニーキャピタリズム）とは、権力者が身内や知り合いの事業を依怙鼻肩して優遇することを批判する言葉である。

一応、筋道は通っている。が、「風が吹けば桶屋が儲かる」ような話である。筋道の一つでも違っていたら通貨危機は起こらないだろう。まず、いくら権力者の仲間内だからといっても、政府の保証があるとまで考えるだろうか。次に、外国からの資金流入は相当な規模に達していたので、その大部分が仲間内の事業に集中していたとは考えられない。最後に、資金提供者は政府の財源に限りがあることを、どうして最初から考えていなかったのだろうか。

結局、この考え方にはあまり証拠がない。通貨危機の直接の原因となった資本流出の多くの部分は、仲間内資本主義とは関係がなかったと思われる。例えば、邦銀のアジア向け貸出は、外国銀行全体の三割程度と大きかったが、日系企業やその関連企業に集中していた。こうした日系企業などの合併相手にたまたま権力者の仲間内がいたとしても、だから邦銀が貸し出したのではなく、日系企業を信用して貸し出したのである。いずれにしても、通貨危機を引き起こした資本流出の規模はきわめて大きかったが、その多くが仲間内への

資金供与だとは、さすがに考えられない。

個別国別にみても、証拠はない。インドネシアでは、資金流出の激化のきっかけは、不注意な銀行閉鎖であつたし、また、暴動などによる華僑資本の逃避であつたといわれている。タイではそれほど権威主義的な政権でもなく、強い政府でもなかつた。マレーシアの政府は権威主義的で長期政権ではあるが、通貨危機による被害は比較的小さくてすんだ。資金逃避も他国に比べれば大きくなかつた。中国こそは、まさに仲間内資本主義の現象がはびこっていると考えられるが、危機に巻き込まれることはなかつた。

また、仲間内資本主義をアジア通貨危機の原因だとする考え方では、アジアにおける事業の収益性は（仲間内資本主義の弊害によって）一般に悪いものであつたという前提が重要である。しかし、後に第Ⅵ章で紹介するように（第Ⅰ節表17）、アジア諸国の企業の営業キヤッシュフロー（＝企業の本業にかかわる現金の出入り）は危機の前後を通じて決して悪い数字ではなかつた。これは、アジア諸国の企業の本業はわりとしっかりしていたことを示唆している。もちろん、仲間内資本主義の批判があてはまるような権力者の後押しによる事業で、かつ収益性の劣悪な事業の例もあつただろうが、それがアジア諸国の企業全般に及んでいたと考えることはできない。

仲間内資本主義の問題はあったが、それがアジア通貨危機の主要な原因だとは言えない。

#### 第4節 企業統治（コーポレート・ガバナンス）

最近、日本でもこの**企業統治**という言葉が流行になっている。株式会社などの株主には、その持ち分に応じて経営に関する決定権があるが、日常的な業務に関しては経営者に委ねられている。したがって、経営者は株主の依頼によって会社を運営する代理人だと考えてもよいだろう。第Ⅵ章で詳しく紹介するが、このような依頼・代理関係があるとき、はたして代理人が依頼主の利益になつた行動をとるかどうかという問題が生じる。例えば、経営者は株主の目の届かないところで、自分の個人的利益を会社の利益よりも優先させてしまう可能性がある。要するに会社の私物化である。それを防ぐためには、どのような方法で株主が経営者の行動を規律づければよいかを考えることが、最も狭い意味での企業統治の問題である。具体的には、経営の実態を株主に正しく伝えるような規制や監督（証券

取引委員会などの業務）を強化することや、経営者に対して株式を割り当てるストック・オプションなどにより経営者の「やる気」を奮起させることなどが必要だとされる。<sup>(2)</sup>

(狭義の) 企業統治 (コーポレート・ガバナンス) とは、株主が経営者を規律づけることである。

こうした、企業統治 (コーポレート・ガバナンス) の欠如がアジア通貨危機の原因だとする見解がある。しかし、これも仲間内資本主義と同じぐらい怪しい議論である。

そもそも、米国のように株式公開による資金調達が主流の国からみれば、世界中のほとんどの諸国の企業統治は遅れているようにみえるだろう。日本でも、企業統治の欠如が一部の論者により声高に唱えられているほどである。それは、わからなくもない。しかし、それが通貨危機の原因であると言われても理解しがたい。なによりも、アジア諸国では株式を公開して資金調達をしている企業は一部の大企業に限られる。華僑系の同族経営が不透明であることと、企業統治の欠如が同義のように使われることも多いが、それは混乱した議論である。そうした企業の多くは公開企業ではないから、証券取引法などの公開企業

に適用される法律による規制の対象とならず、経営の実態が外部から見て不透明なのである。

先進国においても株式非公開の個人企業などの実態は、外部からはなかなかわからない。そういう意味では、途上国の状況と大きな差はない。また、一般の株主が存在しない場合には、そもそも株主対経営者という利害の対立もないわけだから、上述の狭い意味での企業統治の問題は関係ないことになる。(狭い意味での)企業統治の問題が生じるのは、経営者の利害と一般株主の利害が食い違うからである。こうした利害対立は個人経営に近いような企業には無縁の話である。

それにもかかわらず、アジア通貨危機の原因を企業統治の欠如に求める見解が大きな影響力をもったのには理由がある。それは、海外の投資家の立場から見ると、彼らが投資の対象とするのは株式を公開している大企業だからだ。あるいは、この機会に株主の権利を伸張させるような改革が起こることを期待したのかもしれない。

たしかにこれは、海外の投資家にとっては大問題であるし、経済が発展するに伴って、途上国自身にとっても企業統治の面での改革を進めることは必要になるだろう。しかし、それと、企業統治の欠如がアジア通貨危機の主要な原因であると考えすることは区別するべ

きだ。

公開企業がそれほど多くないアジアにおいて、狭義の企業統治の問題が通貨危機の主要な原因となったとは考えられない。

ただし、以上は最も狭い意味での企業統治の問題である。最近では、株主以外の利害関係者を重視する企業統治の議論も増えている。例えば、債権者や従業員などによる経営者の監視といったものに役割を求める考え方である。本書では、これを広義の企業統治とし、株主を主役とする狭義の企業統治とは区別しておくことにしよう。

それでは、債権者を重視して考えてみるとどうなるだろうか。一般株主は存在しなくとも債権者は存在することは多い（株式非公開企業でも借入を行うことは多い）。その場合も、やはり他人の資金を企業経営者が利用することになるので、債権者による企業経営者への規律づけが問題になるだろう。しかし、債権者の経営への規律づけの能力は、株主に比べてかなり弱いと言える。債権者には平素の経営に介入する権限はないからである。債権者に経営介入の権限が生じるのは企業が債務不履行を起こすなど倒産しかかった場合であ



る。例えば、法的な企業再建手続きが開始されると債権者集会を開いて再建計画を承認するかどうかを決議するといった権限が債権者に与えられることになる。

債権者の仕事は、こうした事態に陥ることがないように、資金を貸し付ける際に、きちんと審査をするとか、担保をとるとか、定期的に企業の財務状況をチェックしておくとか、その程度のことでしかない。日常的な企業運営の善し悪しを監督することなどは、できないし期待されてもいない。なにより、債権者の関心事は、企業の効率性ではない。企業が債務を返済するのに十分なだけの収益をあげれば、それ以上の収益向上には関心がない。したがって、平素の経営監督には、そもそも向いていないのである。

ひょっとしたら、アジア通貨危機後の不良債権問題の発生を指して、なんとなく企業統治の問題と言っている論者もいるかもしれない。しかし、これは法制度も含めた企業破綻処理制度の善し悪しの問題ととらえるべきである。この点は、本書第V章であらためて見ることにする。

また、アジア通貨危機によって多くの企業が破綻に瀕したがゆえに、こうした問題が注目を浴びるようになったのである。したがって、これをアジア通貨危機の主な原因とするのは無理がある。原因ではなく結果であると言えよう。

企業統治をより広く、債権者対企業経営者の問題ととらえることもできる。ただし、その場合は、通常の企業経営のあり方よりも企業が破綻に瀕した場合の処理のあり方が焦点となる。

こうした問題はアジア通貨危機の原因というよりも、結果というべきだろう。

以上見てきたように、企業統治の問題をアジア通貨危機の原因とするのには、かなり難がある。また、百歩譲ってアジアにこの問題があったとしても、通貨危機に先立って、外国人が国際金融市場を通じて、アジア諸国に巨額の資金を投じたこと自身が不可解な行動だということになってしまう。企業統治が欠如していると思っているところに、喜々として資金を供給したということになるからだ。さらに、一九九九年に入って、アジア諸国の景気が回復を始めると、またしても外国人投資家は盛んに投資を始めているのも不可解な現象だということになってしまう（この間に、企業統治が大幅に改善したとは思えない）。

## 第5節 金融監督

金融機関、そのなかでも特に銀行が破綻したときには、その銀行だけではなく経済全体に大きな影響を与える。日本では一九九七年末の北海道拓殖銀行や山一証券の経営破綻が平成不況の引き金となったことは記憶に新しい。

こうしたことから、世界中のほとんどの国では、銀行がおかしくなりはじめたときに、それを放置することができない政府はない。なんらかの形で政府が介入して善後策を施すことになる。しかし、これは副作用をもっている。それは、「いざというときには政府が救済してくれる」という銀行側の甘えをまねくことである。今はやりの言葉では、「モラル・ハザード」という。

ところで、この「モラル・ハザード」という言葉もいかげんに使われることが多い言葉である。「道德の危機」というように日本語に訳されることも多いので、単に「規律が緩んでいる」とか、「不道德な行為」とかの意味だと思いきこんでいる人も多いのではないだろうか。しかし、これはれっきとした経済学用語なのである。経済学のなかでも「情報

の経済学」という比較的新しい分野で研究されている重要なテーマの一つである。

そして、その本来の意味は道徳とは関係ない。例えば、火災保険に加入した人が、火の元の始末に無関心になって、結局、火災を起こしやすくなってしまう、という現象を指す言葉である。もっと抽象的に言うと、リスク（例えば火事による損害の可能性）を他者に転嫁した（保険に入ること）ときに、そうでないときに比べてリスクに対する注意を怠るようになることである。

また、別の例をあげると、企業統治の際に問題になった一般株主と経営者の関係でもモラル・ハザードが起こる。一般株主から募った資本を使って会社経営を行うということは、実は、経営破綻のリスクを一般株主に転嫁していることである。したがって、経営者はモラル・ハザードを起こす可能性がある。だからこそ、先に見たように企業統治の問題が発生するのである。

自分の行動の結果、発生するリスクを自分が背負わないで良いとき、モラル・ハザードが起こる。

平たく言うと、「困るのは自分ではないからどうでもよい」と思って不注意な行動（リスクを高める行動）をとることである。

さて、銀行の場合には、経営破綻というリスクの少なくとも一部が、銀行から政府に転嫁されていると考えられる（経営破綻時には政府が銀行を救済するだろうと見込まれているとき）。その結果、銀行経営が慎重さに欠けることになり、より経営破綻しやすくなる。

つまり、銀行は破綻すると大変だから（政府は放置しておけないので）、より破綻しやすくなる、という逆説的なことになってしまふのである。

こうしたことを、なんとか防ぐ手だてはないのか？ 一つの方法が、この項のテーマである金融監督の強化なのである。常日ごろから銀行などの金融機関の経営状況を厳しく監視して、いざというときには早急に介入できる体制を整えておくことが、モラル・ハザードの防止と、不幸にして銀行破綻が生じた際の被害を最小限に抑えることにつながるというわけである。

アジア通貨危機の原因として、アジア諸国では金融監督が不十分であったために、銀行などの金融機関がモラル・ハザードを起こしていた、というものがある。たしかに、金融機関のモラル・ハザードはあったかもしれない。しかし、それはなにもアジアに限らない。世界中で起こっていると考えられる。先進国でも多くの金融危機を経験済みであり、その原因の一つにモラル・ハザードはあったと考えられる。金融監督制度も、先進国でさえ完

壁とは言い難い状況である。そうであれば、アジアの金融監督制度にも問題があつて当然であろう。そして、その改善をめざすことは、通貨危機があろうがなかろうが必要なことである。

さて、問題は不十分な金融監督がアジア通貨危機の主要な原因だったかどうか、ということである。ここでも、前項と同じように考えることができる。なるほど、金融監督には問題があつただろう。しかし、それにもかかわらずアジア通貨危機に先立って外国から膨大な資金流入があつた。また、通貨危機からの回復過程では、あっさりと資本流入が再開しつつあるもおかしなことになる。金融監督のあり方が一朝一夕に改善するとも思えない。ここでも前項と同じように、国際的な資金移動のほうに問題があつたのではないかと疑われる。

ただし、この金融監督のあり方の問題と前項で見た企業統治の問題は、通貨危機の原因とは考えられないものの、通貨危機に伴つて発生した金融危機を深刻なものにした大きな要因であつたことは事実である。そこで本書では、企業統治および金融監督の問題を金融危機への対応策という観点から後半の第Ⅴ章以後で、もう一度取り上げることにする。

## 第6節 「経済構造が悪かった」だけでは説明できない

以上見てきたように、アジア諸国の国内経済構造に原因を見い出そうとする考え方には、さまざまな変種がある。いずれにしても、こうした国内の経済構造の問題によつて、当該国経済に対する海外の投資家の「信任」が失われ、資本流出が起こったとするのが、これら内因説の共通点となっている。もつと極端な言い方では、アジア通貨危機は「市場によつて下された罰」であるとするものまである。

しかし、いく度か指摘したように、それならば、通貨危機に先立って、アジア諸国へ海外の資金が流入してきたこと自身が説明できなくなってしまう。仲間内資本主義や企業統治の問題、金融監督の不備などは、いずれも通貨危機以前からわかつていた事柄だ。通貨危機の直前に発生した問題でもない。これらの存在を嫌って海外の資金が流出したというのは、あまりに奇妙である。それならば、最初から資金は流入しなかったはずである。

通貨危機の原因を国内の経済構造の問題に求める理屈は、通貨危機が一国限りのことではなく、次々に近隣諸国に伝染していったことも説明できない。当然のことではあるが、

アジア諸国の経済構造の問題点は、国によって相当に異なるものである。にもかかわらず通貨危機が伝染したことは内因説の最大の弱点である。

ただし、ここで注意してもらいたいのは、筆者はアジア諸国の経済構造に問題がなかったとは考えていないということだ。アジア諸国の経済構造には問題はあったが、それが通貨危機の主な原因だとは考えられないと主張しているのである。経済構造に問題があると言え、それはアジア通貨危機に襲われた諸国に限らない。他の途上国経済で、もっと深刻な経済構造の問題をかかえながら通貨危機の影響を逃れたものもあるし(例えば中国)、先進国の経済構造であっても程度の差はあれ、それぞれ問題はかかえている。

このように国内の経済構造の問題のみでアジア通貨危機を説明するのは困難である。それよりは、国外の要因に共通するものがあつたと見るべきだろう。

そこで次に、アジアの株式市場へ投資を行った外国の機関投資家、アジアの銀行や企業に貸出を行った外国銀行などの行動様式にアジア通貨危機の原因を求める考え方を検討したい。

国境を越えた金融取引が行われる場を国際金融市場と言うが、次の章では、国際金融市場における問題を考察する。



注 (1) Krugman, Paul [1994], "The Myth of Asia's Miracle," *Foreign Affairs* 73 (6), pp.62-78.

(2) ただし、ストック・オプションが本当に効果のある方法であるかどうかに関しては疑問もある。むしろ、ストック・オプションは経営者が株主の犠牲の下に会社の利益を私する仕組みとして利用されているとの批判があるからだ。例えば、Wolf, Martin [2001], "Taking Other Peoples Money," *Financial Times*, January 10 を参照せよ。